

ZHONGGUO CHENGZHEN JUMIN
JITING TOUZI YANJIU



中国城镇居民 家庭投资研究

张辉 著

中国环境科学出版社

中国城镇居民家庭投资研究

张 辉 著

中国环境科学出版社·北京

图书在版编目 (CIP) 数据

中国城镇居民家庭投资研究/张辉著. —北京: 中国环境科学出版社, 2009.12

ISBN 978-7-5111-0102-0

I. 中… II. 张… III. 城镇—家庭—私人投资—研究—中国 IV. F832.48

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 185850 号

责任编辑 印 光
责任校对 尹 芳
封面设计 龙文视觉

出版发行 中国环境科学出版社
(100062 北京崇文区广渠门内大街 16 号)
网 址: <http://www.cesp.com.cn>
联系电话: 010-67112765 (总编室)
发行热线: 010-67125803

印 刷 北京市联华印刷厂
经 销 各地新华书店
版 次 2009 年 12 月第 1 版
印 次 2009 年 12 月第 1 次印刷
开 本 880×1230 1/32
印 张 8
字 数 220 千字
定 价 20.00 元

【版权所有。未经许可请勿翻印、转载, 侵权必究】

如有缺页、破损、倒装等印装质量问题, 请寄回本社更换

前 言

消费和投资无论在现实的经济生活中，还是在经济理论中都是两个重要的经济变量。为了促进整个国家经济的增长，整个社会需要在现期消费与现期投资之间进行分配，而投资必须具备的前提条件是整个社会在消费之后有了剩余产品，为了再次分配，将这些剩余产品进行积累，积累到一定程度进行投资，使全社会获得更多的可分配资源。居民家庭作为社会最基本的组织，也将面临同样的问题，因此对于居民家庭而言，在获得收入之后，需要面对在现期消费和现期投资之间进行收入的分配。当居民家庭满足了消费之后，如果还有剩余，那么家庭就会面对如何将这剩余收入进行投资，其投资目的是为了家庭将来更好的消费以及家庭财产的保值和增值。

但是在中国，居民家庭一直被认为是消费者，这种认为方式是由于传统的经济体制造成的。因此，在这种体制下中国居民家庭并不作为市场的投资主体被得到承认。直到上个世纪 70 年代末 80 年代初，中国经济开始复苏。1985 年以后随着中国经济体制的进一步改革，特别是收入分配政策倾斜于居民家庭，居民家庭收入的快速增长使得居民家庭逐渐开始成长为市场投资行为的主体。1992 年后中国社会主义市场经济体制确立，又为居民家庭投资需求提供了投资渠道，重要的是中国居民家庭作为投资主体的地位得到国家的明确承认。近年来，中国居民家庭投资迅速增长，无论是投资形式、投资范围，还是投资渠道都发生了巨大的变化。从居民家庭投资的数量和投资的规模可以发现，居民家庭已经成为国民经济不可忽视

的力量。居民家庭以各种投资形式在金融资产领域、实物资产领域以及其他领域中的扩展都说明了居民家庭投资行为直接影响着国民经济快速、稳定和健康发展。

为了给中国居民家庭投资提供理论指导和实践模式，我们有必要系统地、动态定量地研究中国居民家庭投资行为。这样的研究不仅对居民家庭这个微观行为主体具有规范的指导价值，而且对于加强和改善宏观经济管理，促进中国经济的发展，也具有重要的实践价值。

对于国家而言，首先，家庭投资形成的资产已经成为国家安排扩大再生产的基础之一，也是制定经济和社会发展规划的前提条件。其次，居民家庭已经成长为市场经济运行的主体，国家只有重视居民家庭投资与国家宏观调控协调一致，才能为微观经济运行提供良性的宏观环境，使市场经济得到正常运行和均衡发展。

对于家庭而言，家庭投资不仅可以使家庭获得更多的收益，而且还具有重大的社会意义。这是因为在市场经济条件下，由于社会经济中的不确定因素增加，使得家庭的收入随市场波动而波动。如果家庭收入在这种经济背景下不能够得到及时合理的调节，那么作为社会基本组织的居民家庭就会造成整个社会动荡不安，同时经济体制改革也不能顺利进行。

因此，研究居民家庭投资行为是非常必要的。从长远来看，社会发展的必然趋势应该是社会保障和家庭自我保障相结合的新的社会稳定模式，最终的社会稳定是建立在家庭能够自我把握的基础上。家庭不同方式的投资正是体现家庭资源的合理组合，形成不同收入方式互补的优势。所以，我们认为居民家庭投资作为市场经济发展的产物，国家应该将居民家庭投资看作是社会主义市场经济的合理补充，引起各级政府部门的重视。只有这样才能制定出切实可行促进居民家庭投资发展的法规和制度。

本书立足于理论分析和实证分析相结合，从定性和定量两个方

面，分别对中国城镇居民家庭投资进行科学系统的研究。在定量方法研究上，采用了动态、分阶段和不同角度的建立数学模型的方法对中国城镇居民家庭投资进行了详细的分析研究，通过模型的理论推导，基于城镇居民家庭的投资数据，对中国城镇居民家庭投资行为进行了多方面的实证分析和回归分析，尽可能捕捉到较为准确的中国城镇居民家庭投资现状及问题的相关信息，为引导中国城镇居民家庭进行合理的投资提供有效的措施，同时也为政府提出了改善居民家庭投资环境的合理化建议。

本书主要以中国城镇居民家庭为研究对象，从中国城镇居民家庭投资的演进过程出发，将城镇居民家庭投资分为投资孕育萌芽阶段、投资兴起阶段和投资较旺盛三个阶段，针对这三个阶段的城镇居民家庭收入结构、资产结构以及中国资本市场的发育状况进行详细、系统的研究。本研究通过建模分析，把城镇居民家庭资产分为金融资产和非金融资产两类：

就金融资产而言，主要对其投资渠道选择进行了选择模型分析，提出了选择策略；同时从立体的生命周期发展的视角对城镇居民家庭的不同成长阶段进行分类研究，提出了相对应的金融资产组合模式。

就非金融资产而言，针对目前最新的城镇居民家庭投资趋势，主要研究城镇居民家庭房地产投资、教育投资和健康投资。基于国家统计局数据和典型住户调查数据，对城镇居民家庭的房地产投资、教育投资和健康投资建立数学模型，并对现状做了回归分析。

基于以上的分析，同时参照英国、意大利和美国等西方国家的居民家庭投资结构、投资影响因素、投资组合等，提出了适合现阶段中国有特色的经济发展背景下的城镇居民家庭投资策略。

概括的讲，本书从居民家庭确立为市场经济行为主体开始，在我国不同的经济发展阶段，研究居民家庭投资的特点，并对随着经济体制改革的深化，社会上新出现的居民家庭投资热点进行深

入分析研究，并且力图构架一个适合当代居民家庭的投資路径以及指导框架。

在本书的研究中，由于缺乏全面连续的调查数据，对中国城镇居民家庭投资的研究在某些方面不能够做深入、定量的分析，期待今后在居民家庭投资理论和实践问题上再做深入研究。

由于作者水平有限，难免有不足甚至错误之处，敬请同行和专家批评指正。

张 辉

2009年11月30日

目 录

前言	i
第一章 导言	1
第二章 中国城镇居民家庭投资的兴起与发展	17
第一节 中国城镇居民家庭投资的兴起	17
第二节 当前中国城镇居民家庭投资发展现状	39
第三章 中国城镇居民家庭金融资产投资研究	42
第一节 中国城镇居民家庭金融资产投资品种分析	42
第二节 中国城镇居民家庭金融资产投资的影响因素分析	58
第三节 中国城镇居民家庭金融资产投资渠道选择模型研究	78
第四章 中国城镇居民家庭非金融资产投资研究	89
第一节 中国城镇居民家庭非金融资产的投资规模	89
第二节 中国城镇居民家庭房地产投资	94
第三节 中国城镇居民家庭教育投资	119
第四节 中国城镇居民家庭健康投资	152

第五章 国外居民家庭投资模式研究	172
第一节 英国居民家庭投资模式分析	172
第二节 意大利居民家庭投资模式分析	182
第三节 美国居民家庭投资模式分析	198
 第六章 中国城镇居民家庭投资发展对策.....	212
 附录	231
参考文献	237

第一章 导 言

一、研究背景和意义

消费和投资无论在现实的经济生活中，还是在经济理论中都是两个重要的经济变量。对于国家而言，为了促进整个国家经济增长，人民生活水平进一步提高，国家就需要投资。国家投资必须具备的前提条件是整个社会在消费之后有了剩余产品，为了再次分配，将这些剩余产品进行积累，积累到一定程度进行投资，使全社会获得更多的可分配资源。因此，整个社会就需要在现期消费与现期投资之间进行分配。对于居民家庭而言，它作为社会最基本的组织，也将面临同样的问题。因此，居民家庭在获得收入之后，也需要面对在现期消费和现期投资之间进行收入的分配。当居民家庭满足了消费之后，如果还有剩余，那么家庭就会面对如何将这剩余收入进行投资，其目的是为了家庭将来更好地消费以及同时完成家庭财产的保值和增值。居民家庭投资这个问题之所以能够提出需要具备两个条件：一是居民家庭收入有了剩余；二是市场经济完善，能够提供居民家庭投资的渠道。

关于居民家庭投资问题，西方国家很早就承认居民家庭是市场行为的主体。从亚当·斯密、大卫·李嘉图到 20 世纪 70 年代荣获诺贝尔经济学奖的萨缪尔森、夏普、米勒和马克维兹，都对居民家庭投资问题有所涉及。特别是马克思、恩格斯也曾经对资本主义制度下的居民家庭投资的性质、特征和历史作用做了相当精辟的分析和阐述。由于居民家庭投资的实现基础是信用制度的发展，而在马克思所处的年代，资本主义经济已经趋于成熟，特别是银行信用制度的发展已经为一般居民家庭投资活动提供了契机。因此西方很早

就认为市场投资的三大主体是政府、企业和居民家庭。

在我国，由于传统经济体制的影响，居民家庭并没有作为市场投资的主体。但是，随着我国经济体制改革以及经济发展到一定阶段，居民家庭成为市场投资主体，这是因为我国经济体制改革，特别是在收入分配方面，国家政策倾斜于居民家庭，使得居民家庭收入快速增长，从而居民家庭成为市场投资行为主体的基础得到了实现。同时，我国实行的社会主义市场经济体制，又为居民家庭这种投资需求提供了投资渠道。

特别是 1985 年之后，我国居民家庭的投资形式、投资范围以及投资渠道都发生了巨大的变化。从居民家庭投资的数量以及投资的规模可以发现，居民家庭已经成为国民经济不可忽视的力量。从居民家庭可支配收入、金融资产和实物资产存量可以看出，居民家庭已经成为市场的投资主体；同时面对居民家庭的各種投资形式在金融领域、实物领域以及其他领域的扩展，例如，中国股市目前 2/3 资金来自居民家庭，这说明居民家庭投资行为直接影响着国民经济快速、稳定和健康发展。

因此，为了给居民家庭投资提供更多的理论指导和实践模式，我们有必要系统地研究中国居民家庭投资行为。这样的研究不仅对居民家庭这个微观行为主体具有规范的指导价值，而且对于加强和改善宏观经济管理，促进我国经济的发展，具有重要的实践价值。具体如下：

首先，居民家庭投资形成的资产已经是社会经济存量的重要组成部分。居民家庭资产已经成为国家安排扩大再生产的基础之一，也是制定经济和社会发展规划必须考虑的条件。这是因为居民家庭资产的规模和结构在一定意义上反映了国民经济运行质量及社会发展水平，所以我们研究居民家庭资产规模、结构、形态特征的分布和居民家庭的投资意向、储蓄心理，探究其资产结构的合理程度，对于有针对性地引导居民家庭投资方向，优化居民家庭投资结构都具有指导作用。

其次，因为居民家庭已经成长为市场经济运行的主体，为了促

进我国资本市场发育、规范市场运行，对社会经济总体的调节与控制，国家必须重视居民家庭投资与国家宏观调控的协调一致，这样国家才能依据市场经济的一系列规律，运用调节手段和调节机制，实现资源的优化配置，为微观经济运行提供良性的宏观环境，使市场经济得到正常运行和均衡发展。

最后，居民家庭投资不仅可以使家庭获得更多的收益，而且还具有重大的社会意义。这是因为在市场经济条件下，由于社会经济中的不确定因素增加，使得家庭的收入随市场波动而波动。如果家庭收入在这种经济背景下不能够得到及时合理的调节，作为社会基本组织的居民家庭就会造成整个社会动荡不安，同时经济体制改革也不能顺利进行，所以研究居民家庭投资行为是非常必要的。从长远来看，社会发展的必然趋势应该是社会保障和家庭自我保障相结合的新的社会稳定模式，最终的社会稳定应该是建立在家庭自我把握的基础之上，因此家庭不同方式的投资正是体现家庭资源的合理组合，形成不同收入方式互补的优势。

我们认为，居民家庭投资作为市场经济发展的产物，国家应该将居民家庭的投资看做是社会主义市场经济的合理补充，引起各级政府部门的重视。只有这样才能制定出切实可行促进居民家庭投资发展的法规和制度。

二、居民家庭投资的概念界定

对于投资问题的研究，当前的主要方向还是集中在宏观层面。根据国民经济核算体系的定义，宏观投资主要指全社会固定资产投资，具体而言就是社会固定资产的再生产，通过建造和购置固定资产的活动，国民经济不断采用先进技术装备，建立新兴部门，进一步调整经济结构和生产力的地区分布等投资行为。按经济类型可分为国有、集体、个体、联营、股份制、外商、港澳台商、其他等。按照管理渠道，全社会固定资产投资总额分为基本建设、更新改造、房地产开发投资和其他固定资产投资四个部分。长期以来，我们对投资方式的主要认识局限于基础建设，宏观投资的主体仅限于国

家。经济体制改革后,企业被赋予投资的自主权,相关的以企业为投资主体的宏观或中观的研究也开始丰富起来。同时,对于投资的研究范围也由基本建设,扩大到固定资产投资领域和非实物投资领域。

本书的研究则从微观的角度,将研究对象锁定于居民家庭,研究居民家庭投资相关问题。在本书中,居民家庭投资是指在一定时期内居民家庭先期支付,以获得预期的某种收益的经济行为,居民家庭通过这种投资行为来增加家庭可支配的实际收入,并以此维系居民家庭生活的安全、富足、持续和稳定发展。可以说居民家庭投资是在时间跨度上根据自身的偏好来安排过去、现在和将来的消费结构,并使得居民家庭在这种消费结构的安排下实现当期和预期效用最大化,所以这种投资在本质上是对当期消费的一种延迟行为。

从资产范围来讲,本书认为居民家庭投资是指家庭使用自己的资本购买非金融资产和金融资产。购买非金融资产的目的是为了延期消费和资产保值增值;购买金融资产的目的是为了平滑消费、资产增值和预防风险。金融资产包括银行储蓄、债券、股票、基金、外汇投资和保险等;非金融资产包括房地产、教育和健康等。其中,对非金融资产做如下说明:首先是房地产投资的界定,从宏观国民核算体系来讲,住房是居民家庭消费的一个类别,但西方经济学对住房的界定却是不同的,居民家庭作为投资主体之一,其购买住房的目的从收益和风险角度来看,如果符合保值和因为承受风险而获益的动机,则应该属于投资范畴,反之如果仅仅作为自身居住使用,则购买住房属于居民家庭消费的范畴。在本书的研究中,对于住房问题的处理也是如此。其次是教育投资,居民家庭从可支配收入划出一部分用于子女和自身的文化教育支出。这一行为属于当期投入却无法获得即时回报,而是在预期的将来以就业的好坏、工资的级别等形式获得收益。因此,本质上来说,教育支出是一种周期较长的投资。最后是健康投资,居民家庭用于健康的支出,特别预防疾病和强身健体的医疗保健、体育锻炼、保健药品(这里的保健品是指提高身体机能的专门的保健品)等形式的投资所形成的凝结在人体之中的健康素质,这种健康素质所带来的价值可以延长人体寿

命,从而进一步给个体带来未来收益。因此,从本质上讲,居民家庭的健康支出也应属于家庭投资的范畴。

相对于国家投资和企业投资行为,居民家庭的投资行为有其特殊之处。特别是我国居民家庭投资正处于原始资本积累的初级阶段,居民家庭逐渐恢复其投资主体的地位,但是家庭部门成员众多,组织分散,收入结构差异很大,经济目标也很复杂,具体而言,居民家庭的投资行为主要呈现出以下一些特征:

1. 居民家庭投资目的具有综合性。从现代经济学理论角度,居民家庭投资行为的根本目的是实现一生消费效用最大化,投资资产的选择行为只不过是获取最大消费效用的中间过程,最终要服从消费效用最大化原则。按照这个原则,居民家庭选择各种资产进行投资,无论采取什么样的形式,都是要使家庭所具有的资产保值和增值,保证家庭在生命周期内平滑消费。因此,家庭投资目的不会像企业那样都可以表现为货币目标。还有一些不能完全以货币单位计量的健康、才智、家庭社会关系或地位等无形资产,它们为居民家庭带来的收益往往是潜在的、长期的。例如,对于教育投资和健康投资,目前家庭的热情是非常高涨的。

2. 居民家庭投资的资金来源主要是家庭内部积累。我国大部分居民家庭一般采取投资安全第一,同时兼顾盈利和发展的策略。对于一个居民家庭而言,能够承受并愿意承受的风险是有一定限度的。因此,家庭在选择投资方式和运用投资资金等方面都是极为慎重的。居民家庭资金来源主要有两个途径:一个是通过各种劳动方式实现家庭积累;另一个是将这些积累转化成盈利性资产,即进行投资,从而实现再积累。在当今社会,家庭多少有一定的储蓄,而要使这些储蓄实现保值和增值的目的,家庭必须合理选择投资渠道。为了让这些储蓄实现增值和保值,居民家庭一般有四种选择方式:金融资产投资、实物资产投资、教育投资以及健康投资。

由于居民家庭的投资资金是家庭消费剩余的积累,所以不会像企业那样,可以筹集到大量的资金进行投入。一般来讲,居民家庭的投资规模较小,信息传播快,决策也快,经营十分灵活,但是在

灵活的经营中也包含很大的盲目性和模仿性，难以形成自我约束机制。这也正是由于居民家庭投资资金较少，所以居民家庭都希望新投入的资金尽快收回，不可能也不愿意进行长期投资，只注重短期微观效益。但是，居民家庭的这种短期行为会导致家庭的投机行为出现。例如，居民家庭目前投资股市的表现就是一个很好的例证。

3. 居民家庭投资缺乏科学指导。虽然我国居民家庭已经成为了市场经济运行的主体，但是有时会缺乏科学分析和理论指导。大部分居民家庭本身投资素质还比较低，缺乏对外部环境的足够认识。主要是靠先行者的示范作用引导周围家庭的效仿，居民家庭的决策过程及投资过程较为简单，并没有完善的科学分析和反复论证的过程。

4. 居民家庭投资没有引起政府的应有重视。如果我国关于居民家庭投资的政策不稳定，那么在某种程度上既会给家庭投资提供良好的投资机会，也会给家庭造成一定的风险，使某些居民家庭总是在观望和等待之中，错过投资的良好机会。

由于居民家庭对国家政策变化一般不敏感，通常不会因为国家政策的改变及时调整家庭自身的投资策略，并且居民家庭对宏观政策的把握和适应能力也较差，从而影响了家庭的投资行为。因此，政府应该重视居民家庭投资，根据居民家庭目前的投资状况，可以及时出台相关的政策，既能引导居民家庭投资，又能促进国家经济的发展。

5. 居民家庭面对的是品种缺乏的国内金融市场。我国金融市场还不够发达，目前提供居民家庭投资选择的渠道虽说比以前增多了，但是居民家庭可选择的空间还是较为狭窄，这就会制约家庭的投资行为。例如，目前居民家庭收入后的剩余主要是流向三种投资方式：银行储蓄、股市和房地产。银行储蓄是投资安全系数很高但收益很低的一种投资方式。股市是高风险，高收益的资产。房地产投资较安全，但是投资资金很大。除了这三种方式，居民家庭几乎不选择其他的资产进行投资。因此，居民家庭投资能否扩大投资范围并且迅速发展，在很大程度上取决于国家对于居民家庭投资的长

期方针政策。

6. 居民家庭生命周期特征导致居民家庭投资的多样性。由于居民家庭处于生命周期的不同阶段,投资目标不同,因而家庭采取的投资方式也是多种多样的。

本书通过对居民家庭投资特征的分析,可以发现我国城镇居民家庭投资行为还处于起步摸索阶段,投资行为具有波动性、不确定性、投机性和多样性。这主要是由于我国居民家庭的投资行为与国家政策的变化有关;同时,也会随着经济周期的波动而波动和利好的消息而波动。除此之外,居民家庭投资还需要考虑以下几种因素:家庭的资金实力、家庭的未来收入、家庭成员的年龄状况、本地区物价水平在全国物价水平中的位置和经济周期的变化。

三、国内外研究现状

1. 国外研究现状

居民家庭投资是市场经济的产物,在世界上已经存在了几百年的历史。那是因为西方国家银行信用制度的发展,为西方国家居民家庭提供了投资的契机。最早,马克思在他的《资本论》中曾多次谈到居民家庭投资的原因、特点和历史趋向。马克思是把居民家庭放在特定的财产制度关系中考察居民家庭投资的本质和作用,深刻地分析资本主义的银行信用制度如何把中下层居民家庭的投资转化为资本的实质。并且通过对本国居民家庭投资的研究发现,占人口相当数量的居民家庭虽然处于社会较低的层次,但是他们通过自身的劳动获得收入,在满足基本消费之余,也会有部分储蓄或手持现金,甚至有的居民家庭把部分消费剩余用作投资,以期得到一小笔额外收入,这就是最初西方国家居民家庭进行投资的概念。

目前,当代西方微观经济学也是以这部分居民家庭为分析对象。随着西方各个国家生产力的发展以及居民家庭收入状况得到了进一步改善,占人口大多数的中下层居民家庭的消费剩余也有了显著提高,因此他们在西方市场经济条件下进行着多种形式的投资。例如,(1)以获取生活基本条件改善为目的的实物性直接投

资，比如，居民家庭住房分期付款投资；大件耐用品分期付款投资等。（2）以增加收入为目标的金融性间接投资，比如，居民家庭进行银行储蓄。（3）以获取财产为方向的资本市场的直接投资，比如，居民家庭持有公司的股票、国债和公司债券等金融工具。可以说，在当代发达的西方国家中，居民家庭收入不仅包括劳动所得，还包括一定比例的投资所得。由于这部分居民家庭占国家人口相当大的比重，所以他们的投资行为影响整个国民经济以及社会的稳定。因此，有必要针对居民家庭投资进行研究，一方面可以帮助政府正确引导居民家庭的投资行为；另一方面让居民家庭投资行为对国家宏观经济发挥积极的促进作用。

西方国家从理论上比较正式地提出居民家庭作为投资主体，是在萨缪尔森和诺德豪斯的《经济学》一书中涉及。书中是这样说的：“对经济学家来说，投资总是意味着实际资本形成——存货的增加量，或新生产的工厂，房屋或工具。对大多数人们来讲，投资往往意味着只是用货币去购买几张通用汽车公司的股票，购买街角的地皮或开立一个储蓄存款的户头^①。”从这句话就可以看出，在西方经济学者的眼中，投资的范围较为广泛，既包括直接投资，也包括间接投资；既包括有形资产投资，也包括无形资产投资。投资的主体也更趋于多元化，政府、企业和居民家庭都是基本的投资主体。

国外文献中系统地研究居民家庭投资开始于 1969 年，由荣获诺贝尔经济学奖的萨缪尔森（Samuelson）提出了居民家庭在生命周期内消费和投资的选择问题。他的方法是建立一种简单的选择原则，这种原则说明居民家庭投资选择依赖于劳动收入水平以及承受风险的程度。通过这种选择原则，目的是帮助居民家庭做出生命周期内的最优投资组合。在萨缪尔森之后，比较典型的理论研究有，1971 年，Arrow 在一期模型中，假设居民家庭只有两种资产，一种是无风险资产，另一种是有风险资产，对这两种资产如何投资选择进行了研究。1991 年，Deaton 发现了居民家庭在遇到借贷约束的条件下，

^① 参见黄家骅：《中国居民投资行为研究》，北京：中国财政经济出版社，1997 年，第 15～16 页。